

Quartalsbericht ASPOMA Japan Opportunities Fund

Japan Hidden Value Strategie – Januar 2020

Wesentliche Kennzahlen des Portfolios

Kurs/Buchwert- verhältnis	Dividenden- rendite	Liquidität zu Markt- kapitalisierung*	Profitabilität des Betriebs- vermögens*	Umsatz- wachstum p.a. **	Gewinn- wachstum p.a. **	Dividenden- wachstum p.a. **
0,95x	2,5%	50%	24%	6%	9%	16%

2019: Ein guter Start der Hidden Value Strategie

Mit Ende Dezember ging das erste Kalenderjahr seit dem wir die Japan Hidden Value Strategie im ASPOMA Japan Fund implementieren zu Ende. Wir konnten in 2019 mit +24% den japanischen Aktienindex TOPIX um 6% nach Kosten übertreffen.

Über diese Wertentwicklung gleich im ersten Jahr sind wir natürlich glücklich, aber noch bedeutender für uns ist, dass das vergangene Jahr gezeigt hat, dass sich bei japanischen Unternehmen eine große Dynamik in Gang gesetzt hat. Wir haben Entwicklungen beobachtet, auf die wir im Rahmen unserer Anlagestrategie bewusst setzen, die wir aber in dieser Geschwindigkeit und Dynamik vor zwölf Monaten noch nicht erwartet hätten: steigende Aktienrückkäufe um über 100%, Rekordwerte bei Dividendenausschüttungen, unzählige Übernahmeangebote, starker Anstieg bei Unternehmensrestrukturierungen und unzählige, teilweise sehr erfolgreiche Aktivitäten von Aktionärsaktivisten. Die Verbesserungen der Corporate Governance der japanischen Unternehmen hat massiv Fahrt aufgenommen. Wer Japan kennt, weiß dass es hier oft lange dauert, bis Dinge in Bewegung geraten. Entwicklungen, die jedoch einmal gestartet wurden, sind dann jedoch zumeist auch sehr langlebiger Natur.

Wir sind davon überzeugt, dass unsere Japan Hidden Value Strategie gezielt von diesen Entwicklungen profitieren kann.

Wertentwicklung des Fonds im vierten Quartal

Im vierten Quartal stieg der Fondspreis um 13% und konnte somit den breiten japanischen Aktienmarkt um 4,5% übertreffen. Unser Japanportfolio konnte damit auch amerikanische Aktien, die 8,7% und europäische Aktien, die „nur“ 6,2% zulegten, deutlich übertreffen.

Neu im Portfolio

Im vierten Quartal haben wir zwei Titel - Nuflare Technology und Toshiba Plant Systems - veräußert und vier neue Hidden Value Aktien – Tachibana Eletech, Narasaki Sangyo, Kanaden und Kodensha – in das Portfolio aufgenommen.

Nuflare und Toshiba Plant Systems: Bei diesen beiden Toshiba-Konzernunternehmen führte ein Kaufangebot der Muttergesellschaft Toshiba Corp. für die im Streubesitz befindlichen Aktien zu einem starken Kursanstieg. Die beiden Portfoliowerte wurden Ende November mit einem deutlichen Gewinn verkauft (siehe Performancegraphik auf Seite 2).

Neuzugänge im Portfolio: **Tachibana Eletech, Kanaden, Narasaki Sangyo und Kodensha** sind Tochtergesellschaften von Mitsubishi Electric die sich dadurch auszeichnen, dass sie (i) ein robustes und profitables Distributions-, Handels- und Dienstleistungsgeschäft besitzen, (ii) ein Nettofinanzvermögen (Finanzvermögen abzüglich Finanzschulden) in Höhe von 1/3 bis 2/3 der Börsenkapitalisierung ausweisen, (iii) extrem tief bewertet werden – das durchschnittliche Preis-Buch-Verhältnis dieser drei Unternehmen liegt bei 0,6x bei einer Eigenkapitalrendite von durchschnittlich 10% – und (iv) Mitsubishi Electric der jeweils größte Aktionär dieser Unternehmen ist. Was neben der Bewertung die Geschehnisse spannend macht, ist, dass der Druck auf Mitsubishi Electric kontinuierlich steigt, dieses Geflecht an börsennotierten Gesellschaften, in denen unproduktive Milliardenwerte schlummern, aufzulösen, sei es durch einen Verkauf oder eine volle Integration in den Mutterkonzern.

Fondspositionierung

Wir investieren in ein Portfolio aus japanischen „Hidden Value“-Unternehmen. Dabei ist die **Investmentstrategie**, ähnlich wie bei Private Equity Buyout-Fonds, darauf ausgelegt, kerngesunde aber stark überkapitalisierte und tief bewertete Unternehmen zu identifizieren, die aus der Kombination von (i) hohen operativen Free Cashflows und (ii) einer effizienter gestalteten Kapitalstruktur attraktive Investorsträger über einen längeren Zeitraum ermöglichen. Ziel ist es sowohl an steigenden Ausschüttungen als auch an Kurssteigerungen in Folge von höheren Bewertungen zu partizipieren.

Investment-Philosophie

In Japan gibt es eine Gruppe von rund 300 liquiden "Hidden Value"-Aktien mit einem kerngesunden operativen Geschäft, bei denen das Nettofinanzvermögen (Flüssige Mittel + liquide Investments und Beteiligungen - Finanzschulden) 40% bis 90% des Börsenwerts ausmacht. Die Unterbewertung dieser "Hidden Value"-Aktien liegt unseres Erachtens nach jeweils im Bereich von 50% bis 100%. Aus diesen Unternehmen wählt ASPOMA rund 50 bis 60 Titel aus, bei denen wir die Wahrscheinlichkeit, dass es zu einem "Unlocking of Value", also einer Neubewertung kommt, als besonders hoch einstufen.

Aktionärsaktivismus in Japan

Im abgelaufenen Jahr lag der „Aktionärsaktivismus“ auf einem Rekordniveau und auch im vergangenen vierten Quartal waren erneut auch wieder Portfoliounternehmen involviert.

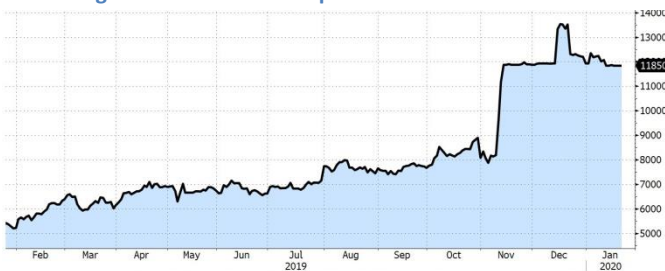
* ohne Finanzdienstleister; auf Netto-Basis

** der letzten 5 Jahre p.a., ohne Finanzdienstleister

Im Dezember kam es sogar zu feindlichen Übernahmen, die in Japan bisher sehr selten waren. Für Aktieninvestoren in Japan ist dies eine überaus positive Entwicklung.

Ende Dezember veröffentlichte beispielsweise Hoya Corp. ein Angebot, die Nuflare Technology (ASPOMA Portfoliounternehmen) zu kaufen, um das vorausgegangene Angebot von Toshiba Corp. zur Übernahme der vollständigen Kontrolle über ihre börsennotierte Tochtergesellschaft Nuflare zu vereiteln.

Wertentwicklung von Nuflare Technology. Kurssprung nach Übernahmeangebot von Toshiba Corp. im November 2019.



Quelle: Bloomberg

Bei **Tadano Corp.** (ASPOMA Portfoliounternehmen), einem der weltweit führenden Hersteller von Autokränen, meldete der japanische Aktivist Silchester, einen Anteil von 6,24% am Unternehmen erworben zu haben (per Anfang Januar lag die Beteiligung dann bereits bei 7,4%). Tadano hatte während des Jahres seine Nettofinanzposition (Cash und liquide Investments abzüglich Finanzschulden) in Höhe von rund einem Viertel der Börsenkapitalisierung dazu eingesetzt, mehrere Akquisitionen zu tätigen. So erwarb die Tadano ihre britischen, niederländischen und belgischen Vertriebshändler. Später erwarb Tadano außerdem noch die deutsche Firma **Demag Mobile Cranes**, einem Hersteller von superschweren Autokränen, die bis zu 1.000 Tonnen heben können (Tadano stellte bisher nur Kräne her, die bis zu 400 Tonnen heben können). Aus strategischen Gründen und Wettbewerbssicht ein vielversprechender Plan: Tadanos weltweiter Marktanteil für Autokräne erhöht sich von 35 auf 40% und insbesondere in Europa reduziert sich die Anzahl an Konkurrenten von drei auf zwei. Per Ende September lag die Bewertung von Tadano an der Börse rund 20% unter dem Buchwert des Eigenkapitals. Durch die erwähnten Akquisitionen reduzierte sich das Nettofinanzvermögen auf rund 10% der Börsenkapitalisierung und die Eigenkapitalrendite lag per Ende September 2019 bei rund 8%. Der wesentliche Werttreiber im Fall von Tadano wird sein, die derzeit etwas unter Druck geratenen EBIT-Marge wieder auf die in der Vergangenheit erreichten Werte von teilweise deutlich über 10% zu heben. Der Aktivist Silchester wird diese Entwicklung mit Argusaugen verfolgen.

Diese und vergleichbare Entwicklungen werden von Premierminister Shinzo Abe ausdrücklich begrüßt. Er tritt offen dafür ein, die in Japan traditionell sehr freundlichen und passiven Aktionäre in aktive Investoren zu verwandeln, die Manager dazu drängen, ihre Unternehmen besser zu führen und mit dem großen Ziel: japanische Firmen und

damit die japanische Wirtschaft profitabler und wettbewerbsfähiger zu machen.

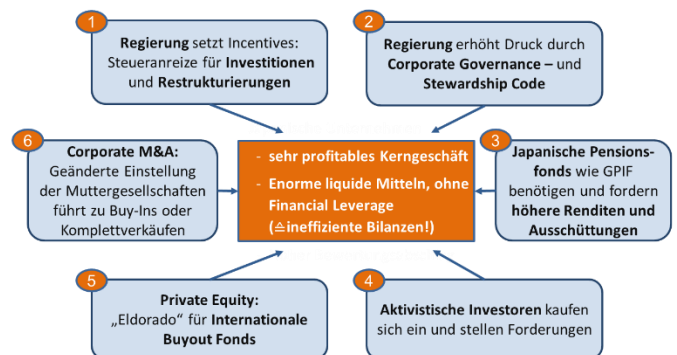
Die tatkräftige Unterstützung der Regierung bestärkt die Aktivisten darin, mehr von den japanischen Unternehmen zu verlangen. So stellten Aktivisten im letzten Jahr bei 54 Jahreshauptversammlungen Anträge, z.B. für Dividendenerhöhungen oder für Aktienrückkäufe; ein historischer Höchstwert; im Vorjahr lag dieser Wert noch bei 40.

Warum passiert das alles gerade jetzt?

Katalysatoren für das "Unlocking of Value" sind verschiedene Akteure (siehe Abbildung) - aktivistische Investoren, Private Equity Investoren, die großen japanischen Pensionsfonds und nicht zuletzt die japanische Regierung - denen es, anders als vor „Abenomics“, immer besser gelingt, auf die immensen inneren Werte, die in den Bilanzen dieser Unternehmen schlummern, zuzugreifen.

Der Druck dieser Akteure zeigt Wirkung: Das Dividendenwachstum unserer Portfoliounternehmen in den vergangenen 5 Jahren liegt bei 16% p.a. und die Aktienrückkäufe im Topix Index haben sich im Jahr 2019 mehr als verdoppelt. Viele Unternehmen beginnen, Beteiligungen und Unternehmensbereiche als "Nicht-zum-Kerngeschäft gehörend" einzustufen und zum Verkauf zu stellen und steigern dadurch ihre Eigenkapitalrenditen.

Der Druck von allen Seiten auf die Unternehmen steigt



Der "Unlocking of Value"-Prozess steht aber erst am Anfang. Aus Sicht von ASPOMA wird es mehrere Jahre dauern, bis sich die hohen inneren Werte voll in den Aktienkursen widerspiegeln werden. Mit dem ASPOMA Japan Opportunities Fund wird dieses Renditepotential, das auch die führenden Private Equity-Häuser ins Visier genommen haben, mittels liquider "Hidden Value"-Aktien für breite Anlegerschichten investierbar.

Ausblick

Das Umfeld für japanische Aktien ist im Jahr der Olympischen Sommerspiele in Tokio durchaus positiv. Neben den oben ausführlich dargestellten strukturellen Verbesserungen bei Corporate Governance gibt es weitere wesentliche Faktoren, die positiv wirken.

Die Stimmung bei den Einkaufsmanagern des produzierenden Gewerbes und die Wachstumsraten der Industrieproduktion der für japanische Unternehmen relevanten Märkte hatten ihren Tiefpunkt im dritten Quartal und zeigen seitdem eine kontinuierliche Verbesserung.

Das im Dezember verabschiedete Konjunkturpaket der japanischen Regierung mit einem Volumen von 2% der Wirtschaftsleistung und das bevorstehende Handelsabkommen zwischen den USA und China stellen ebenfalls positive Einflussfaktoren für den japanischen Aktienmarkt dar.

Die Aktienrückkäufe und Dividendenausschüttungsquoten sollten auch in 2020 weiter stark steigen.

Viele japanische Unternehmen sind äußerst attraktiv bewertet. Dabei spielen zum einen deren tiefe Bewertungen (>55% der Unternehmen im Topix Index werden unter ihren Buchwerten bewertet) und die zunehmend aktionärsfreundlichere Ausschüttungs- und Aktienrückkaufpolitik eine wesentliche Rolle.

Hier finden Sie weitere Informationen, die online verfügbar sind:

- Das aktuelle monatliche Fondsdatenblatt finden Sie [hier](#).
- Eine Kurzpräsentation zum Investment Case für Hidden Value Aktien in Japan finden Sie [hier](#).

Berichte zu Entwicklungen bei einzelnen Portfoliounternehmen finden Sie für

- **Pasona und Bank of Kyoto** [hier](#) (Unternehmen deren Beteiligungen enorme Werte haben)
- **Toshiba Plant und Nuflare** [hier](#) (Beispiel attraktive Tochtergesellschaften)
- **Tosei** [hier](#) (Beispiel für hohen Bewertungsunterschied zwischen Buch- und Marktwerten)
- **DeNA** [hier](#) (Beispiel für stark steigende Aktienrückkäufe)
- **Hitachi High-Tech** [hier](#) (ein weiteres Beispiel für ein tief bewertetes Tochterunternehmen)

Haben Sie Interesse an näheren Informationen zu Hidden Value-Aktien in Japan? Wir freuen uns auf Ihre Kontaktaufnahme!

Kontakt

ASPOMA Asset Management GmbH
Rudolfstraße 37 | 4040 Linz | Österreich
Tel.: +43 732 9444 16
Email: office@aspoma.com | www.aspoma.com

Liechtensteinische Landesbank AG
Handel Investmentfonds
Städtle 44 | 9490 Vaduz | Liechtenstein
Phone: +423 236-8448 | e-mail: fundsdealing@llb.li

Zusätzliche Informationen

Der Anlagefonds ASPOMA Japan Opportunities Fund (im Folgenden: OGAW) wurde am 27. Juli 2012 als Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) nach dem Recht des Fürstentums Liechtenstein gegründet. Der OGAW ist ein rechtlich unselbständiger Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren des offenen Typs und untersteht dem Gesetz vom 28. Juni 2011 über bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (im Folgenden: UCITSG). Der Prospekt, die Wesentlichen Anlegerinformationen (KIID), der Treuhandvertrag und der Anhang A "Fonds im Überblick" sowie der neueste Jahres- und Halbjahresbericht, sofern deren Publikation bereits erfolgte, sind kostenlos auf einem dauerhaften Datenträger bei der Verwaltungsgesellschaft, der Verwahrstelle, bei den Zahlstellen und bei allen Vertriebsberechtigten im In- und Ausland sowie auf der Web-Seite des LAFV Liechtensteinischer Anlagefondsverband unter www.lafv.li erhältlich. Die Anteile des OGAW sind nicht in allen Ländern der Welt zum Vertrieb zugelassen. Diese Informationen stellen kein Angebot und keine Aufforderung zur Zeichnung von Anteilen des OGAW durch eine Person in einer Rechtsordnung dar, in der ein derartiges Angebot oder eine solche Aufforderung ungesetzlich ist oder in der die Person, die ein solches Angebot oder eine Aufforderung ausspricht, nicht dazu qualifiziert ist oder dies einer Person gegenüber geschieht, der gegenüber eine solche Angebotsabgabe oder Aufforderung ungesetzlich ist. Informationen, die nicht in dem Prospekt und Treuhandvertrag oder der Öffentlichkeit zugänglichen Dokumenten enthalten sind, gelten als nicht autorisiert und sind nicht verlässlich. Die Anteile wurden insbesondere in den Vereinigten Staaten von Amerika (USA) nicht gemäß dem United States Securities Act von 1933 registriert und können daher weder in den USA, noch an US-Bürger angeboten oder verkauft werden. Allgemein dürfen Anteile des OGAW nicht in Jurisdiktionen und an Personen angeboten werden, in denen oder denen gegenüber dies nicht zulässig ist. Potenzielle Anleger sollten sich über die mit einer Anlage in die Anteile verbundenen Risiken im Klaren sein und erst dann eine Anlageentscheidung treffen, wenn sie sich von ihren Rechts-, Steuer- und Finanzberatern, Wirtschaftsprüfern oder sonstigen Experten umfassend über die Eignung einer Anlage in Anteile des OGAW unter Berücksichtigung ihrer persönlichen Finanz- und Steuersituation und sonstiger Umstände, die im Prospekt und Treuhandvertrag enthaltenen Informationen und die Anlagepolitik des OGAW haben beraten lassen.